

## 📖 เกร็ดความรู้ : มารู้จักกับ Securitization กันดีกว่า (1)

หลายคนคงเคยได้ยินคำว่า Securitization กันบ้างแล้ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งช่วงที่สถาบันการเงินมีปัญหาขาดสภาพคล่องทางการเงิน การนำสินทรัพย์ในงบดุลไปแปลงสภาพให้เป็นหลักทรัพย์เพื่อสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือ และนำเงินสดเข้ามาสู่กิจการเพื่อใช้ในการดำเนินงานได้ เรามาลองดูความหมายของคำๆ นี้กัน

### ■ บทนำ

Securitization คือ กระบวนการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งนับเป็นนวัตกรรมทางการเงินที่สำคัญและมีส่วนช่วยในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะในภาวะที่สภาพคล่องทางการเงินตึงตัว และอุปทานตราสารหนี้ที่มีคุณภาพมีไม่เพียงพอ เนื่องจากการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์จะเพิ่มสภาพคล่องทางการเงินให้แก่กลุ่มธุรกิจธนาคาร และธุรกิจเงินทุน ให้สามารถนำสินทรัพย์ที่ขาดสภาพคล่องออกขายในรูปของตราสารทางการเงินที่เรียกว่า Mortgage-Backed Securities (MBS) หรือ Asset Backed Securities (ABS) และด้วยเทคนิคการจัดโครงสร้างของกระแสเงินและขบวนการเพิ่มความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancements) จะมีผลทำให้ตราสาร MBS หรือ ABS เหล่านี้มีความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้น ทำให้นักลงทุนมีช่องทางเลือกในการลงทุนสูงขึ้นเป็นการขยายศักยภาพในการลงทุนและกระจายความเสี่ยงซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้เกิดการออมของนักลงทุนรายย่อยในที่สุด

### ■ ความหมายของธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ กระบวนการแปลงสินทรัพย์ที่เปลี่ยนมือได้ยาก (Non-marketable assets) ให้เป็นหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนมือได้ง่าย (Marketable securities) เพื่อจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน สินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับในอนาคต เช่น สินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ สินเชื่อบัตรเครดิต สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ เป็นต้น

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์สามารถทำได้หลายรูปแบบ ขึ้นกับข้อตกลงเพื่อจัดสรรกระแสเงินสดซึ่งได้รับจากสินทรัพย์ที่ใช้เป็นสินทรัพย์อ้างอิง แต่ที่ได้รับความนิยมและมีขนาดใหญ่ที่สุดในต่างประเทศ คือ ตราสารที่แปลงจากลูกหนี้เงินกู้ยืมอสังหาริมทรัพย์ประเภทต่างๆ (Mortgage-Backed Securities / MBS) ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น 3 รูปแบบที่สำคัญ ดังนี้

**1. Pass-through** สถาบันการเงินผู้ให้สินเชื่อรวบรวมกลุ่มลูกหนี้เงินกู้ที่อยู่อาศัยแล้วโอนให้แก่ Trustee ซึ่งทำหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ให้กับผู้ลงทุน โดยรายการกลุ่มลูกหนี้เงินกู้ดังกล่าว จะถูกตัดออกจากงบดุลของสถาบันการเงิน หลังจากนั้น Trustee จะออกตราสารแสดงสิทธิในเงินกู้เหล่านั้นจำหน่ายให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไป โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดอิงตามการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นที่ผู้กู้ชำระตามสัญญาเงินกู้เหล่านั้นตามสัดส่วนที่ตนถือ

ตราสารประเภทนี้ออกเป็นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกาในปี 1970 โดย Government National Mortgage Association (GNMA หรือ Ginnie Mae) ซึ่งเป็นองค์กรหนึ่งของรัฐบาล มีหน้าที่ปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย การออกหลัก

ทรัพย์สินของ GNMA ได้รับการค้ำประกันเงินต้นและดอกเบี้ยโดยรัฐบาล ซึ่งมีผลในการเพิ่มความมั่นคงและสภาพคล่องให้กับตราสารชนิดนี้ทำให้เป็นที่นิยมมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ข้อเสียของการออกหลักทรัพย์ประเภทนี้คือ ความไม่แน่นอนของกระแสเงินที่เกิดขึ้นและมี Prepayment risk กล่าวคือหากลูกหนี้เงินกู้ที่อยู่อาศัยมีการชำระคืนเงินต้นของการกู้ยืมเร็วกว่าที่กำหนดไว้ ผู้ถือหลักทรัพย์จะมีความเสี่ยงจากการที่จะได้รับคืนเงินต้นที่ถูกส่งต่อผ่านมายังตราสารหนี้ที่ถือไว้ก่อนกำหนด ซึ่งทำให้ช่วงเวลาในการได้รับดอกเบี้ยลดลงและอาจทำให้ต้องลงทุนต่อในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง

**2. Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)** เป็นตราสารที่ได้รับการพัฒนาขึ้นเพื่อลดปัญหาของ Prepayment โดยนำกลุ่มลูกหนี้สัญญาเงินกู้มาแบ่งเป็นกลุ่ม (tranches) ตามลำดับก่อนหลังของการชำระหนี้ ทั้งนี้ผู้ออกหลักทรัพย์จะทยอยคืนเงินต้นแก่ CMOs แต่ละกลุ่มโดยเรียงจากกลุ่มแรกไปจนถึงกลุ่มสุดท้าย ทำให้ลดความเสี่ยงในการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด (Prepayment risk) ซึ่งช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถเลือกลงทุนได้ตามระยะเวลาที่ต้องการและได้รับผลตอบแทนที่แน่นอนในระยะเวลาที่กำหนด

**3. Separate Tranche Interest and Principal (STRIP)** เป็นวิวัฒนาการของ Securitization อีกรูปแบบหนึ่งซึ่งออกเป็นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกาในปี 1986 โดยการนำกระแสเงินสดในส่วนที่เป็นดอกเบี้ยและส่วนที่เป็นเงินต้นมาออกเป็นตราสารแยกจากกัน คือ

3.1 Principal Only (PO) ผู้ลงทุนจะได้รับกระแสเงินสดจากเงินต้นเท่านั้น โดยออกขายในราคาส่วนลด โดยไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย ผู้ลงทุนใน PO คาดหวังว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดลงในอนาคตซึ่งจะทำให้ผู้ชำระหนี้คืนก่อนกำหนดมากขึ้น ส่งผลให้ผู้ลงทุนได้รับเงินต้นคืนเร็วขึ้น ดังนั้น เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง ราคาของ PO จะสูงขึ้นในทางกลับกันราคาจะลดลงเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น

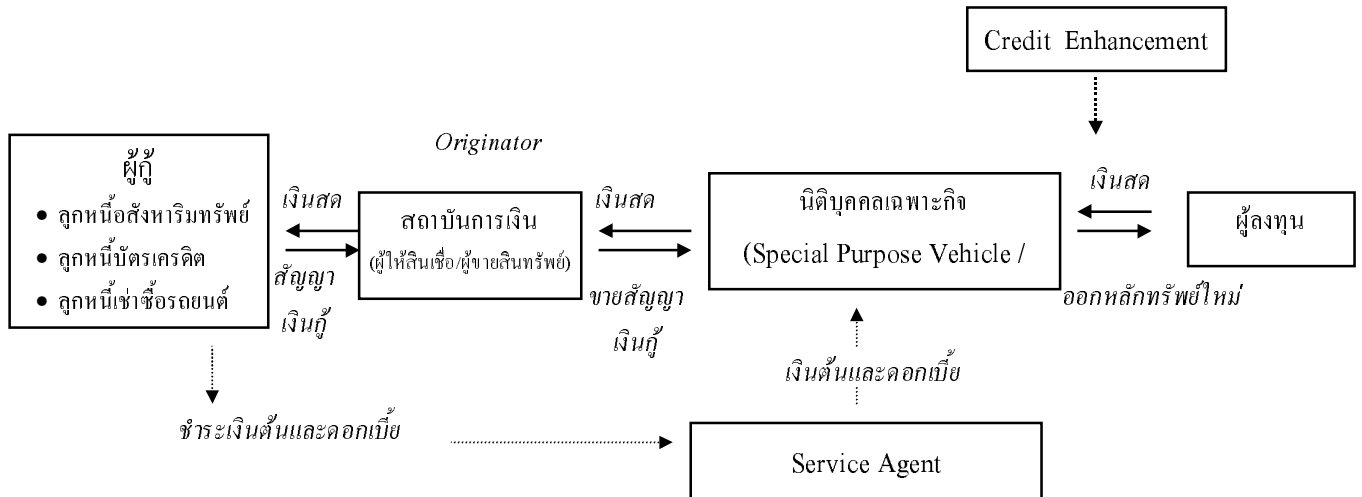
3.2 Interest Only (IO) ผู้ลงทุนจะได้รับกระแสเงินสดจากดอกเบี้ยเท่านั้น ทั้งนี้ผู้ลงทุนใน IO คาดหวังว่าดอกเบี้ยจะสูงขึ้นในอนาคต ทำให้ได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยเป็นระยะเวลานาน เนื่องจากมีความเป็นไปได้น้อยที่ผู้กู้จะชำระคืนเงินต้นก่อนกำหนด ดังนั้น ราคาของ IO จะสูงขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นและลดลงเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลงซึ่งแตกต่างจากกรณีของ PO

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าพฤติกรรมราคา/อัตราผลตอบแทนของ PO/IO จะแตกต่างกัน และ PO/IO จะมีความผันผวนต่ออัตราดอกเบี้ยสูง ดังนั้นในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดผันผวน จะทำให้อัตราผลตอบแทนของ PO/IO แปรปรวนตามไปด้วย

## 📖 เกร็ดความรู้ : มารู้จักกับ Securitization กันดีกว่า (2)

ในคราวที่แล้วเราได้กล่าวถึงความหมายและลักษณะทั่วไปของ Securitization ในสัปดาห์นี้จะขอกล่าวถึงกระบวนการทำ Securitization และ ประโยชน์ของการทำ Securitization

### ■ กระบวนการทำ Securitization



**ขั้นตอนที่ 1** : สถาบันการเงินที่ให้สินเชื่อ(Originator) กับผู้กู้ ขายสัญญาเงินกู้ดังกล่าวให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle / SPV) โดยสถาบันการเงินจะได้รับเงินสดเพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจต่อไป

**ขั้นตอนที่ 2** : SPV นำสัญญาเงินกู้ดังกล่าวไปเป็นหลักประกันในการออกหลักทรัพย์จำหน่ายให้แก่ผู้ลงทุนซึ่งเรียกว่ากระบวนการ Securitization โดยในบางกรณีอาจมีการทำ Credit Enhancement เพื่อเสริมสร้างความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์โดยการจัดให้มีการประกันความเสียหายหากผู้กู้ไม่สามารถชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้ SPV อาจทำการรับประกันด้วยตนเอง หรือ ให้บุคคลที่สามเป็นผู้ค้ำประกันหรือวางสินทรัพย์ค้ำประกันให้มีมูลค่าสูงกว่าหลักทรัพย์ใหม่ ที่ออก (Overcollateralization) เป็นต้น

**ขั้นตอนที่ 3** : SPV แต่งตั้ง Service Agent ซึ่งโดยปกติอาจจะเป็นสถาบันการเงินเดิมที่ให้สินเชื่อที่ขายสัญญาเงินกู้ให้กับ SPV ในตอนแรก เพื่อทำหน้าที่จัดเก็บเงินต้นและดอกเบี้ย และส่งต่อให้ SPV โดย Service Agent จะได้รับผลตอบแทนในรูปของค่าบริการ (Service fee)

### ■ ประโยชน์ของการทำ Securitization

#### 1) ประโยชน์ต่อเศรษฐกิจโดยรวม

- กระบวนการ Securitization เป็นกระบวนการที่ทำให้เกิดการกู้ยืมเงินโดยตรงระหว่างผู้กู้กับผู้ลงทุน โดยไม่ต้องผ่านตัวกลาง จึงช่วยให้การจัดสรรทรัพยากรทางการเงินมีประสิทธิภาพมากขึ้น และทำให้อัตราดอกเบี้ยของการกู้ยืมมีแนวโน้มลดลงได้

- ช่วยส่งเสริมและสนับสนุนสภาพคล่องให้แก่ตลาดสินเชื่อบริษัท
  - สอดคล้องกับนโยบายของรัฐบาลตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจที่ต้องการส่งเสริมให้ประชาชนมีที่อยู่อาศัยเป็นของตนเองเพิ่มมากขึ้น
  - เป็นแนวทางช่วยให้เกิดตราสารการเงินระยะยาวเพื่อรองรับการขยายตัวของผู้ลงทุนสถาบันต่างๆ เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ บริษัทประกันชีวิต เป็นต้น
- 2) ประโยชน์ต่อสถาบันการเงินผู้ขายสินทรัพย์ (Originator)
- ช่วยส่งเสริมสภาพคล่อง เนื่องจากการขายลูกหนี้เงินกู้จะทำให้สถาบันการเงินมีเงินสดหมุนเวียนเพิ่มขึ้น
  - ลดภาระในการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง เพราะลูกหนี้เงินกู้ดังกล่าวจะถูกตัดออกจากงบดุล ทำให้ไม่ถูกนับเป็นสินทรัพย์เสี่ยงอีกต่อไป
  - เป็นการเพิ่มช่องทางระดมทุนนอกเหนือจากการระดมเงินฝากจากประชาชน
  - ลดความเสี่ยงจากความไม่สอดคล้องกันของอายุสินทรัพย์และหนี้สิน (Asset-Liability Mismatching) ทั้งนี้ เพราะการจัดหาเงินทุนระยะยาวจากการออกหลักทรัพย์จำหน่ายในตลาดทุนจะมีความสอดคล้องกับลักษณะของเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัยซึ่งโดยทั่วไปเป็นสินเชื่ระยะยาว
  - ได้รับค่าธรรมเนียมในการให้บริการแก่ลูกค้าเงินกู้และการจัดจำหน่ายตราสารที่ผ่านกระบวนการ Securitization ซึ่งจะช่วยเพิ่มรายได้แก่ธุรกิจนอกเหนือจากรายได้ดอกเบี้ย
- 3) ประโยชน์ต่อผู้กู้
- เสียดอกเบี้ยเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัยในอัตราที่ต่ำลง เนื่องจากการกระบวนการ Securitization เป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้สถาบันการเงินมีเงินสดหมุนเวียนที่จะปล่อยสินเชื่อได้มากขึ้น
- 4) ประโยชน์ต่อผู้ลงทุน
- เพิ่มทางเลือกในการลงทุนที่จัดว่ามีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากมีสินทรัพย์ค้ำประกัน ซึ่งโดยทั่วไปตราสารที่เกิดจากรูกรกรรม Securitization จะมีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับสูง
  - เป็นการลงทุนที่มีสภาพคล่องสูงเพราะสามารถเปลี่ยนมือซื้อขายในตลาดรองได้